

**MESTRADO**  
**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E**  
**FINANÇAS EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**DISSERTAÇÃO**

**A ÉTICA E A CRISE ECONÔMICA DE 2008: OS CONFLITOS**  
**ÉTICOS NOS NEGÓCIOS**

**MICHEL CHAIB**

**OUTUBRO - 2018**

# **MESTRADO EM CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS**

## **TRABALHO FINAL DE MESTRADO**

### **DISSERTAÇÃO**

**A ÉTICA E A CRISE ECONÔMICA DE 2008: OS CONFLITOS  
ÉTICOS NOS NEGÓCIOS**

**MICHEL CHAIB**

**ORIENTAÇÃO:**

**DOUTOR RAFAEL JORGE SOARES DUARTE MARQUES**

**OUTUBRO - 2018**

## Resumo

A crise dos *Subprimes* é o ponto comum na crise econômica que envolveu não somente o mercado americano como também o mercado mundial. Uma crise que mantém ainda hoje nas sociedades a incerteza e o receio por parte dos órgãos reguladores e de seus agentes.

Procurou-se conhecer os diferentes comportamentos antiéticos que potenciaram os escândalos financeiros das grandes empresas. Além disso, essa dissertação busca trazer o contributo da disseminação do conhecimento a respeito das falhas éticas no mundo empresarial, com uma visão mais orientada nas falhas ocorridas na crise econômica financeira de 2008. Para que assim, a discussão possa se fazer cada vez mais presente nos meios acadêmicos e empresariais.

Este trabalho tem como objetivo analisar se houve, ou não, falhas éticas na crise econômica de 2008. Para melhor compreender essa temática, utilizou-se uma análise dos escândalos ocorridos durante a crise, com especial destaque para o caso Lehman Brothers, e o papel das agências de *rating*, para além disso foi exposto ainda que de maneira superficial, os escândalos em outras empresas de destaque no mercado financeiro global.

A partir da análise efetuada nesse estudo, foi possível concluir que houve sim falhas éticas por parte dos gestores, e que essas falhas atingiram não somente os resultados individuais da empresa como atingiram o mercado financeiro como um todo. Com isso foi possível observar de uma maneira micro, como a crise alastrou-se para ganhar proporções maiores do que o espaço econômico da própria empresa, ou país.

**Palavras chave:** Ética, *Subprime*, Fraude, Crise

## **Abstract**

The Subprime crisis is the common point in the economic crisis that involved not only the American market but also the world market. A crisis that still holds in the society today the uncertainty and the fear on the part of the regulating organs and their agents.

It was tried to know the different unethical behaviors that fomented the financial scandals of the big companies. In addition, this dissertation seeks to bring the contribution of the dissemination of knowledge about ethical failures in the business world, with a more oriented vision in the failures occurred in the economic crisis of 2008. In order that the discussion may become more and more present in academia and business.

This paper aims to analyze whether there were ethical failures in the economic crisis of 2008. To better understand this issue, an analysis of the scandals occurred during the crisis was used, especially in the Lehman Brothers case, and the role of the rating agencies, in addition it was exposed even superficially, the scandals in other prominent companies in the global financial market.

From the analysis carried out in this study, it was possible to conclude that there were ethical failures on the part of the managers, and that these failures reached not only the individual results of the company but also reached the financial market as a whole. With this it was possible to observe in a micro way, as the crisis spread to gain proportions greater than the economic space of the company itself, or country.

**Keywords:** Ethics, Subprime, Fraud, Crisis

## **Agradecimentos**

Agradecer é algo que deveríamos exercitar sempre, pois o ato de agradecer é relembrar toda a trajetória percorrida para alcançar algo que foi tão almejado.

Para a conclusão dessa etapa da vida não poderia ser diferente, muitos foram os dias difíceis. Longe de casa, em que a vontade de lutar se fez mais frágil do que a saudade daqueles que tivemos que nos despedir para alcançar algo maior, algo que, para mim, pode ser considerado como algo grande e único, que é esse nível que estarei alcançando.

Não poderia ser diferente em minha fé no divino, na minha fé em Deus que me guiou e deu-me forças em todos os dias de minha trajetória, e a ele eu agradeço cada dia que eu tive a oportunidade de fazer melhor, cada dia que eu fui mais forte que o anterior e que me permitiu a vitória.

A minha amada filha Alice, que foi a minha maior força motriz para não desistir no meio da caminhada, fazendo assim jus ao esforço desprendido de estar há tantos quilômetros de distância dela, a você eu dedico o meu amor e o meu esforço, e agradeço pela maturidade de entender a distância que estive de ti durante esse tempo.

Aos meus Pais, que foram a minha maior inspiração para fazer um sonho se tornar realidade, foram os seus conselhos e o seu apoio que permitiu toda glória que hoje posso gozar. A vocês eu tenho que agradecer mil vezes pelo presente da vida e por terem sido os melhores pais que eu poderia ter tido. Muito obrigado por tudo!

Aos amigos que a vida me deu, que eu não esperava conhecer, mas que com toda certeza fizeram parte da melhor etapa da minha vida. Não tenho sequer palavras para descrever o quão importante vocês foram para mim e o agradecimento será na forma da amizade sincera e duradoura, meu muito obrigado aos irmãos André Alonso, Ricardo Alonso e Marcelo Alonso.

De igual maneira, agradeço aos meus amigos Sebastião Carriço, Klaus Romano e família, além de Guilherme Fiorentin, muito obrigado pessoal!

O mestrado também contribuiu para minha vida pessoal de forma muito satisfatória e trouxe pessoas incríveis que são muito mais que colegas, são amigos que levo para vida e que valem a pena mencionar, meu obrigado a vocês Júlio Fernandes e Michael Almeida, e faço menção também ao grande companheiro André Quinta, aquele que também me ensinou muitas coisas nesse mestrado.

Agradeço a todo corpo docentes do ISEG, que contribuíram de maneira satisfatória para o meu crescimento acadêmico e profissional, com agradecimentos

Michel Chaib

A Ética e a Crise Econômica de 2008:  
Os Conflitos Éticos nos Negócios

especiais ao meu orientador professor Dr. Rafael Marques, meu muito obrigado pelo apoio e tempo despendido.

*“O que fazemos na vida ecoa por toda a eternidade”*

## Índice

<b>RESUMO.....</b>	<b>I</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>II</b>
<b>AGRADECIMENTOS.....</b>	<b>III</b>
<b>ABREVIATURAS .....</b>	<b>VI</b>
<b>LISTA DE FIGURAS .....</b>	<b>VII</b>
<b>LISTA DE TABELAS .....</b>	<b>VII</b>
<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA .....</b>	<b>3</b>
2.1 A IMPORTÂNCIA DA ÉTICA NOS NEGÓCIOS .....	3
2.2 COMPORTAMENTOS ANTIÉTICOS NAS EMPRESAS.....	4
2.3 CONTROLO DE COMPORTAMENTOS ANTIÉTICOS.....	5
2.4 ÉTICA E ESCÂNDALOS FINANCEIROS .....	6
<b>3 METODOLOGIA .....</b>	<b>10</b>
<b>4 AGÊNCIAS DE RATING .....</b>	<b>10</b>
4.1 VISÃO GERAL E EVOLUÇÃO .....	10
4.2 STANDARDS & POOR'S.....	13
<b>5 LEHMAN BROTHERS .....</b>	<b>19</b>
5.1 NASCIMENTO E EVOLUÇÃO .....	19
5.2 A QUEDA DA LEHMAN BROTHERS.....	24
5.3 FRAUDE CONTABILÍSTICA .....	27
5.4 CONFLITOS ÉTICOS .....	30
<b>6 CONCLUSÃO.....</b>	<b>33</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS .....</b>	<b>35</b>

## **Abreviaturas**

BES – Banco Espírito Santo/GES

BP – British Petroleum

CDOS – Collateralized Debt Obligations

CDS – Credit Default Swap

EUA – Estados Unidos da America

FASB – Financial Accounting Standards Boards

FCIC – Financial Crisis Inquiry Commission

IHH – Índice Herfindahl-Hirschman

MBS – Mortgage-Backed Securities

NSRO – Nationally Recognized Statical Rating Organizations

SEC – Securities and Exchange Comission

S&P – Standard & Poor's

SOX – Sarbanes Oxley



## **Lista de Figuras**

Figura 1 – Notas de crédito emitidas e participação no total.....	16
Figura 2 – <i>Ratings</i> emitidos pela S&P por categoria.....	17
Figura 3 – Evolução do IHH Inverso.....	19
Figura 4 – Lehman Brothers Holding – Valor de Mercado 1994 –2008.....	24

## **Lista de Tabelas**

Tabela 1 – Índices Herfindahl-Hirschman Inversos.....	18
---	----

## 1 Introdução

Este estudo tem como objetivo abordar a importância da ética, com especial atenção nos negócios, dado que sempre existirão conflitos nos desejos do Homem (Das Gupta, 2010).

Como tal, houve uma necessidade de perceber que tipos de comportamentos antiéticos são praticados pelas pessoas e quais as razões que as levam a fazer isso. Desta forma, a comunidade acadêmica tem estudado quais os fatores que contribuem para um comportamento antiético, nomeadamente, as características individuais, as questões morais dos responsáveis, assim como, as características organizacionais onde estão inseridos (Kish-Gephart et al., 2010).

No entanto, a prática de fraudes, a pressão dos *stakeholders* e, ainda, os exagerados incentivos monetários para atingir os lucros, são os principais tipos de comportamento antiético dos gestores e do exemplo que transmitem para as suas equipas.

Para uma melhor compreensão do tema estudado, apresentam-se alguns casos reais sobre grandes empresas relacionadas com os maiores escândalos financeiros dos últimos vinte anos. Além disso, os aspectos éticos que levaram ao “desvio” de comportamento dos principais responsáveis dessas mesmas empresas.

A motivação deste trabalho prende-se em procurar conhecer os diferentes comportamentos antiéticos que potenciaram os escândalos financeiros das grandes empresas. Além disso, essa dissertação procura trazer o contributo da disseminação do conhecimento a respeito das falhas éticas no mundo empresarial, com uma visão mais orientada nas falhas ocorridas na crise econômica financeira de 2008. Para que, assim, a discussão possa se fazer cada vez mais presente nos meios académicos e empresariais.

Como no caso das especulações imobiliárias do mercado americano, onde foi possível perceber, que os bancos que concederam créditos a pessoas que não possuíam renda suficientemente comprovada, foram grandes impulsionadores na

suscetiva roda de destruição que afetou os mercados globais. O sistema financeiro que ofereceu aos americanos de renda mais baixa e instável o sonho da casa própria foi, ao mesmo tempo, aquele que ofereceu aos de renda superior outro sonho, o da alta rentabilidade financeira, retorno esse que foi obtido sobre a especulação de títulos de dívida, nomeadamente os *subprimes* (Sicsu, 2009).

O objetivo principal deste trabalho é demonstrar através da literatura existente, se houve falhas éticas na crise de econômica e financeira de 2008. Para isso, foi feita uma análise mais alargada na revisão de literatura, com finalidade de demonstrar um cenário mais amplo e menos específico, para poder possibilitar ao leitor uma melhor localização no tema exposto. Após essa exposição, o presente trabalho apoiou-se na pesquisa mais aprofundada de dois seguimentos da economia americana que estiveram envolvidos nos escândalos financeiros de 2008, sendo eles respectivamente, as agências de *rating* e os bancos de investimento com uma ênfase maior na Standard & Poors' e na Lehman Brothers, tendo em vista a importância e proporção que essas empresas representam para o mercado.

Dessa forma, a abordagem deste trabalho estará dividida em capítulos, que seguirão a seguinte ordem: O primeiro capítulo é o capítulo que trata da introdução da pesquisa realizada e tem como intuito orientar o leitor para o trabalho que será exposto. O segundo capítulo é a exposição da pesquisa realizada na forma de revisão de literatura existente, entregando ao leitor a visão da ética abordada, os conflitos e algumas atitudes antiéticas. Em contrapartida, a exposição de alguns escândalos públicos que ocorreram no âmbito dos negócios e que tiveram em seus conflitos fatores éticos. O terceiro capítulo abordará de forma breve e sucinta, a metodologia utilizada para essa dissertação. O capítulo quarto trará a história e desenvolvimento das agências de *rating*, como surgiram e como adquiriram o *status* que gozam na atualidade. Para além disso, expõem a proporção a qual as três grandes agências de *rating* possuem no mercado e faz uma exposição da força de mercado da S&P, além de demonstrar as possíveis causas para os escândalos de avaliações de riscos por elas cometidos. O capítulo quinto irá abordar a respeito da Lehman Brothers, a empresa que demonstrava ao mundo pertencer ao *Hall* das

companhias que eram vistas como “*To big to fail*”, mas que, com o desenrolar da crise, foi possível aperceber-se que essa regra não se aplicou a Lehman e ela, fatidicamente, foi à falência. Nesse mesmo capítulo, ainda será abordado a fraude contabilística, das tentativas de manipular as demonstrações financeiras e das falhas éticas que foram apresentadas na companhia. O capítulo sexto é o capítulo final do trabalho e traz as conclusões analisadas pós pesquisa realizada, além das possíveis pesquisas futuras.

## **2 Revisão da Literatura**

### **2.1 A importância da ética nos negócios**

Mercier (2003) define ética como “a ciência do comportamento, dos costumes; a ética enquanto estudo teórico dos princípios que regulam as escolhas práticas”. Segundo o mesmo autor, as normas éticas presentes numa sociedade são um conjunto de regras de conduta partilhadas e próprias dessa sociedade, que têm por base a distinção do que é bom e mau.

Desta forma, o conceito de ética empresarial tenta aplicar os princípios morais aos negócios com o objetivo de resolver, ou pelo menos, clarificar as questões morais que possam deles surgir, servindo de critério para avaliar uma boa ou má prática.

Existem dois conceitos centrais que devem ser abordados quando falamos em ética empresarial, a moralidade e a lei. A moralidade diz respeito aos valores, normas e crenças enraizados através de processos sociais que definem o certo e o errado para um indivíduo. Vallance (1995) estabelece que o cumprimento de códigos éticos em nada se assemelha ao cumprimento de uma lei. Já que a lei é obedecida nem que seja porque a existência do negócio disso depende. Assim, para que haja ética empresarial, é necessário que exista uma motivação intrínseca para a tomada de decisões éticas nos negócios.

Ao falar de ética empresarial surge a questão se podemos considerar a responsabilidade moral como sendo da organização. Para Harrison (2005), os proprietários, diretores, gerentes e outros funcionários devem aceitar a responsabilidade moral em determinados contextos, definidos, talvez, pela lei ou pelas normas comumente aceites de comportamento social. Podemos falar ocasionalmente de uma organização imoral, mas isso talvez seja uma forma abreviada de dizer que os agentes que dela fazem parte, têm comportamentos antiéticos.

É comum falar na atualidade de uma "cultura organizacional", mas podemos dizer que uma organização tem uma cultura imoral? Houve, já no passado, tentativas de argumentar que uma organização pode ser vista como um agente moral, em particular no contexto de um desastre ambiental quando os gerentes são culpados, talvez esses gestores desejem argumentar que seguiram formas de comportamento tradicionalmente aceites.

## **2.2 Comportamentos Antiéticos nas Empresas**

Após os escândalos financeiros da Enron e da WorldCom, surgiram várias preocupações no que diz respeito aos valores éticos e morais das organizações. Como tal, tem havido um foco, por parte dos investigadores, no estudo sistemático do comportamento ético nas organizações, principalmente dos seus líderes.

Para Kish-Gephart et al. (2010), os fatores que contribuem para um comportamento antiético são as características individuais, as características da questão moral e as características organizacionais/situacionais. Porém, para Fassin (2005), as principais práticas antiéticas nos negócios são a:

- ❖ Fraude;
- ❖ Comunicação injusta;
- ❖ Falta de respeito dos acordos;
- ❖ Atitude injusta em relação ao tratamento dos *stakeholders*:

- ❖ Pelo abuso de poder;
- ❖ Em conflitos de interesse: interesses pessoais versus interesses dos *stakeholders*.

Fassin (2005) refere ainda que as razões que levam a este comportamento antiético são devidas à pressão dos *stakeholders*, à tirania das comunicações e dos media, as dificuldades em traduzir a estratégia em implementação prática, à hegemonia das considerações financeiras, entre outras.

Através de outro estudo, Cadsby et al. (2007), apontaram o incentivo, especialmente quando este é de natureza monetária, como outra razão para a prática de comportamentos que não são éticos.

### 2.3 Controlo de Comportamentos Antiéticos

Desde o início do século XXI que os escândalos financeiros têm vindo a ser recorrentes. Estes não ocorrem apenas nos Estados Unidos da América (EUA), mas também por todo mundo. Como tal, tem-se tentado procurar soluções para que estas “calamidades” não aconteçam diversas vezes. Assim, é dada como uma solução a necessidade de haver ética nas escolas ligadas à área dos negócios. Um exemplo disso, é o estudo de Koehn (2005), em que este refere que analisar a pedagogia ética dos negócios é crucial, dado que a regulamentação por si só não irá conseguir impedir futuros escândalos.

Outra possível solução, é a melhoria dos códigos éticos e da legislação. No entanto, muitos investigadores defendem que essa melhoria está a ser feita de forma incorreta, uma vez que, as leis que foram melhoradas ou introduzidas não tiveram como base os valores fundamentais éticos. Isto foi o que concluíram Soltani & Maupetit (2015), num estudo que tinha como foco cinco países europeus, que pretendia analisar as leis, regulamentos e os códigos de *corporate governance* introduzidos pela Comissão Europeia.

Fassin (2005) chegou à mesma conclusão, indo até mais longe, visto que salientou que as diretrizes éticas não são suficientes para as atividades do dia-a-

dia empresarial, porque os gestores serão sempre confrontados com escolhas difíceis que trazem muitas vezes dilemas éticos.

## 2.4 Ética e Escândalos Financeiros

Segundo Drummond & Bain (1994), a ética na conduta dos negócios é um dos assuntos mais importantes de *corporate governance*. Ao longo dos últimos vinte anos, a sociedade assistiu, com uma dimensão nunca vista, a casos de falta de ética empresarial cujas consequências econômico-sociais são ainda hoje sentidas.

A pressão para atingir objetivos demasiado ambiciosos aliados à ações antiéticas e de valores morais por parte dos responsáveis executivos das grandes empresas envolvidas desencadeou variados tipos de fraudes e crimes que culminaram em escândalos internacionais e na falência de empresas anteriormente tidas como exemplos.

Um dos casos mais midiáticos associados à contabilidade oculta e enganosa foi o da Enron, em 2001. A Enron foi uma empresa de energia dos EUA, que foi modelo de sucesso nos anos 90 (Cernuşca, 2011). Os resultados das suas contas ocultavam, intencionalmente, as dívidas e prejuízos dos seus insucessos empresariais numa contabilidade paralela. Esta serviu para enganar os acionistas e a sua própria auditora, a Arthur Andersen, que a certa altura do processo foi conivente com a Enron.

Quando a dúvida foi instalada a respeito das contas, o valor das ações caiu e a Enron declarou insolvência nesse mesmo ano. Os principais responsáveis da empresa foram presos, a Arthur Andersen dissolvida e além da perda dos postos de trabalho, os empregados perderam também o fundo das suas pensões. Porém, esta linha de atuação não era suposto ter acontecido, visto que a Enron tinha um Código de Ética de cerca de 65 páginas, onde eram defendidos valores como o respeito, a integridade e a comunicação. O próprio presidente assegurava que conduzia o negócio de acordo com as leis vigentes e de uma maneira moral e

honestas. Estas informações levaram os seus empregados a acreditarem que trabalhavam numa organização pura e honesta. Infelizmente, os dirigentes da Enron não agiram em concordância com o código da empresa (Cernușca, 2011).

Após o escândalo da Enron, foi preciso melhorar a confiança dos investidores no mercado de ações dos EUA, dado que o referido escândalo afetou a avaliação dos investidores nas empresas públicas e no mercado financeiro (Cernușca, 2011).

Em 2002, surge mais um caso de contas falsificadas, a WorldCom, a segunda maior empresa de telecomunicações dos EUA. A empresa, além de inflacionar os seus ativos em mais de 10 bilhões<sup>1</sup> de euros, maquiou as receitas para disfarçar a quebra nos ganhos derivada do *crash* bolsista das empresas de telecomunicações nessa altura.

Devido à série de escândalos financeiros empresariais, como o exemplo as referidas anteriormente, e a queda contínua do mercado de ações, foi elaborada a lei Sarbanes Oxley (SOX), em 2002, com o apoio político e público às políticas do mercado livre, que permitiu o aumento dos regulamentos de contabilidade (Cernușca, 2011). As autoridades intervieram tendo sido reforçadas as regras de auditoria, as penas por fraude e falsificações de contas. Os investidores acreditaram que a SOX era um passo na direção certa.

Desde essa altura, foram realizados diversos estudos e, segundo Pluchart (2005), os contornos éticos do caso Enron serviram para relançar o debate sobre o papel ético dos gestores, constantemente confrontados com casos de "dilemas éticos", "criatividade ética", "racionalização ética", "justiça organizacional", assim como para se conjugar melhor no futuro abordagens teleológicas e axiológicas para a ética empresarial.

Todavia, não é só nos EUA que surgem estes escândalos. Em 2003, na Itália, a poderosa multinacional Parmalat não teve os fundos necessários para pagar aos obrigacionistas. Em 2004, chegou-se à conclusão de que a Parmalat tinha um passivo real superior em oito vezes ao registado nas suas contas, no valor de 14

---

<sup>1</sup> Onde se lê bilhões, faz-se referência ao método Americano de numeração, sendo o respetivo mil milhões europeu.



bilhões de euros, originando o colapso da empresa. Este colapso dramático pôs em causa a solidez dos padrões de contabilidade e relatórios financeiros do sistema de *corporate governance* italiano (Melis, 2005). Embora a maior falha tenha tido origem no incumprimento de alguns *standards*, que já faziam parte desse sistema, como por exemplo, a presença de diretores independentes e a composição do comitê de controle interno (Melis, 2005).

No entanto, a ética duvidosa e a conduta de negócios errada não se revela apenas em falsificações das contas das empresas. A falta de respeito pelas regras de segurança e procedimentos, assim como o incumprimento obrigatório de testes de segurança numa plataforma petrolífera da inglesa British Petroleum (BP) levou a um desastre ambiental e à morte de 11 trabalhadores provocada pela explosão da mesma em 2010. A BP foi condenada por negligência grosseira e má conduta intencional tendo pago em julho de 2017, 17 bilhões de euros em indenizações.

A alemã Siemens é suspeita de subornos e corrupção em troca de contratos substanciais, tendo pago em 2008 uma multa de 1,6 milhões de euros para por fim a inquéritos sobre essas suspeitas.

No Brasil, decorrem, ainda hoje, inquéritos e investigações sobre subornos e lavagem de dinheiro relacionados com a Petrobras, a petrolífera Brasileira, cujos prejuízos ascendem a mais de 1,9 bilhões de euros.

Os escândalos também chegaram a Portugal, como exemplo quando surge em 2014, o caso do Grupo Banco Espírito Santo/GES (BES). Através de uma intrincada rede de empresas, o grupo lesou milhares de clientes, emigrantes portugueses e grandes grupos empresariais como a Portugal Telecom, o Petróleo da Venezuela, o fundo de pensões da Nova Zelândia e investidores privados milionários como Américo Amorim, e ainda, para todos os contribuintes portugueses os custos da resolução do BES. Mais uma vez, é o estilo de liderança pouco ética da parte dos responsáveis executivos do BES, nomeadamente em torno de Ricardo Salgado, o presidente executivo, indiciado com alegações de fraude, evasão de impostos e lavagem de dinheiro, assim como, acusações de corrupção e subornos, tanto em grandes empresas como na política (Euromoney, 2014).

É possível perceber um pouco o comportamento antiético de Ricardo Salgado quando este chegou a propor ao Professor João Duque que fizesse uma investigação para que pudesse provar a prática comum numa das empresas do grupo, cotada na Bolsa, na avaliação dos seus bens, usando não o seu valor de mercado, mas com base em fluxos de caixa descontados e aumentando, desta forma, cerca de 10 vezes o seu valor (Euromoney, 2014).

Segundo Soltani & Maupetit (2015), é essencial que o mercado e os órgãos reguladores reconheçam que os escândalos financeiros não foram essencialmente os resultados de falhas no processo de auditoria financeira e auditoria de várias grandes empresas, mas que essa responsabilidade foi amplamente compartilhada. As falhas financeiras na Europa e nos Estados Unidos levantaram questões sobre a gestão empresarial, a comissão de auditoria e o papel dos membros do conselho no mercado de capitais.

Soltani & Maupetit, (2015), concluíram no seu estudo que a gestão empresarial baseia-se no fato de que para inovar financeiramente e maximizar os lucros, tem que se assumir elevados riscos e por vezes sacrificar os princípios da ética empresarial. De acordo com o mesmo estudo, um quadro firme de padrões éticos terá de ser mais do que o cumprimento da lei, assim como os códigos de conduta adotados em cada empresa devem transmitir a imagem da gestão de topo. O código ético, com valores de integridade, honestidade, objetividade, respeito mútuo, justiça, competência profissional, cuidado e confidencialidade devem ser um guia forte para as empresas. Por outro lado, os responsáveis governamentais e os reguladores deverão ter um ambiente de controle efetivo e mecanismos de responsabilização, em particular para a gestão empresarial. Todas estas reflexões deverão tendencialmente ser aplicadas a todos os tipos de empresas (Soltani & Maupetit, 2015).

### 3 Metodologia

O estudo transcorrerá com base no método dedutivo, utilizando-se a pesquisa bibliográfica documental, visto que serão utilizados conceitos e ideias de outros autores, semelhantes com os nossos objetivos, para a construção de uma análise científica sobre o nosso objeto de estudo.

O método de pesquisa de revisão bibliográfica foi utilizado com o intuito de divulgar a componente ética na crise e demonstrar as falhas éticas. A finalidade da pesquisa é abordar os conflitos éticos e trazer a discussão a respeito dos mesmos contribuindo para o aprendizado dos futuros leitores, gestores e acadêmicos, além da divulgação do tema abordado. Para isso, a pesquisa foi baseada em estudos de autores, como por exemplo Jeffers, Gaymfi, Wiggins, Piontek, Metrick, White entre outros que elaboraram trabalhos pertinentes ao assunto. O trabalho em mãos tem caráter essencialmente qualitativo e faz opção pelo método dedutivo.

### 4 Agências de Rating

#### 4.1 Visão geral e Evolução

Quando falamos a respeito da crise financeira dos “*subprimes*”, é muito importante trazer à discussão o papel que as agências de *rating* desempenharam no decorrer do escândalo de más avaliações dos títulos em questão. Sobre esse tema, (White, 2009) diz que três agências de rating foram muito importantes no agravamento da crise dos *subprimes*, nomeadamente as três agências mais importantes no âmbito de avaliação de risco, sendo elas, Standard & Poor's, Fitch e Moody's. Reforçando a ideia anterior, a agência nomeada Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) citou, em suas conclusões a respeito do estudo da crise financeira dos *subprimes*, que o fracasso das agências de classificação de risco foi peça essencial na roda de destruição financeira (FCIC, 2011, p.26)

Historicamente, as três principais agências de *rating* em foco, tiveram suas operações atreladas à venda de pareceres que davam aos adquirentes informações sobre a solvabilidade de pagamento de determinadas empresas. Informações estas, que eram importantes para aqueles que eram considerados potenciais investidores. Tendo em vista a mudança no mercado de crédito e a disponibilização de valores a credores cada vez mais distintos, o papel das agências que ofereciam os serviços de relatórios de créditos começou a crescer no cenário empresarial, tornando seus relatórios cada vez mais usuais. As agências de classificação de risco só foram impulsionadas para a frente dos mercados financeiros com o surgimento e o recebimento de uma "licença regulatória" nos anos 1930. Após esse evento, a confiança nas classificações emitidas aumentou efetivamente, fornecendo a essas agências os direitos de propriedade sobre certas formas de certificação de qualidade.

Naquela época, as agências não possuíam todo prestígio e importância fundamental que desempenham no sistema financeiro atual (Flandreau et al, 2009).

A confiança nas agências de crédito teve seu crescimento observado em meio a um sistema bancário fragmentado nos Estados Unidos. Os bancos à altura, passaram a ser supervisionados tanto por órgãos independentes como por órgãos do Estado, e foi em meio a essa fragmentação, que a confiança nas agências de crédito obteve seu crescimento na década de 1930 (Flandreau et al, 2009).

Após essas mudanças, os reguladores bancários buscaram encorajar os bancos a investir em títulos considerados seguros. Essas agências, emitiram um conjunto de regulamentos que acabaram por levar a um decreto no ano de 1936, que em sua determinação, proibia os bancos de investir em títulos de investimento considerados como especulativos, que nos dias atuais, são nomeados de Títulos de alto risco ou "*Junk bonds*". Dessa forma, os bancos mantinham apenas títulos que fossem classificados como BBB- ou melhor, em uma escala S&P<sup>2</sup>. Com essas regulamentações em vigor, os bancos foram forçados a usar os pareceres dos

---

<sup>2</sup> - Verificar a escala S&P na página 14.

editores dos manuais de classificação reconhecidos, que nomeadamente eram apenas Moody's, S&P e Fitch. Dessa forma, os julgamentos de idoneidade e credibilidade efetuados por esses avaliadores terceirizados, haviam atingido a força da lei. (White, 2010).

Foi a partir dessa mudança de paradigmas no cenário de investimentos financeiros, que as agências de crédito começaram sua ascensão para um papel cada vez mais forte e central nas negociações. Tendo em vista a capacidade que elas possuíam de suprir os anseios dos investidores.

Entretanto, na década de 1970, houve uma mudança por parte das agências de crédito, que veio por modificar a maneira como as mesmas trabalhavam e como vendiam seus serviços de avaliação de crédito. Podemos compreender, a partir do estudo efetuado por (White, 2010), que a mudança na forma de venda dos pareceres trouxe a grande mudança da altura, fora implementado o sistema de contratação da análise, não apenas pelo lado do investidor como vinha sendo feito, mas também por parte da empresa que seria a potencial investida, e com isso criou-se uma nova visão e prestação de serviços por parte dessas agências. Há algumas causas que foram levantadas sobre os motivos dessa mudança, foi citada por exemplo, o crescimento da utilização da máquina de fotocopiar, que poderia trazer prejuízos por parte das agências, uma vez que o investidor que contratava o serviço poderia tirar cópias de seus pareceres e repassá-los de maneira mais barata e rápida, tirando assim o valor agregado de seus pareceres. A falência da *Penn-Central Railroad*, que na altura foi um grande choque para o mercado financeiro, fez com que os emissores de títulos sentissem a necessidade de comprovar o seu baixo risco, tomando assim serviços dessas agências de crédito (White, 2009).

Quando uma empresa de interesse privado, que seja uma agência de classificação de risco, a qual busca uma maneira contínua de manter seu negócio lucrativo e competitivo, encontra uma demanda no mercado composta por empresas cujo o desejo seja obter uma boa avaliação de crédito, pode-se conjecturar um possível conflito de interesses entre os demais agentes do mercado, que dependem de informações idôneas, e as partes que integram a negociação

propriamente dita, ou seja, a agência de classificação de crédito e o cliente que busca a boa avaliação.

No relatório oficial emitido pela FCIC (FCIC 2011, p.126)<sup>3</sup> foi utilizado como exemplo em sua seção de conclusões uma das três agências que está sendo abordada nesse estudo da crise financeira, que nomeadamente é a agência Moody's. Conclui-se que, os altos *ratings* atribuídos erroneamente às obrigações de dívida *subprime* pelas agências de classificação de crédito, estimularam investidores e instituições financeiras a adquiri-los, e possibilitaram a continuidade da securitização das hipotecas não financeiras. Houve então, um claro fracasso da governança corporativa na Moody's, que não garantiu a qualidade de suas avaliações de risco em dezenas de milhares de títulos lastreados em hipotecas.

Assim como a Moody's, as outras duas grandes agências de avaliação de risco, S&P e Fitch, tiveram casos de classificações duvidosas tal como a sua concorrente citada acima. Um caso que vale a pena ser citado como exemplo na crise de avaliação duvidosa por parte das agências de crédito, é o caso da Lehman Brothers, que foi avaliada pela agência S&P, no dia anterior ao escândalo. A S&P havia concedido uma avaliação "A", que em sua escala de classificação, diz que a empresa detentora dessa nota possui forte capacidade em honrar seus compromissos.

## 4.2 Standards & Poor's

Especializada em serviços financeiros, mais especificamente na atribuição de notas de crédito para empresas e Estados, a Standard & Poor's (S&P) é considerada uma das maiores companhias do ramo de avaliação de risco de crédito, além das agências Moody's e Fitch (Investopédia, 2018). De acordo com dados oficiais, a S&P opera há mais de cento e cinquenta anos no mercado, está presente

---

<sup>3</sup> Quadro de conclusões do capítulo 7, do FCIC.

em vinte e oito países, emprega cerca de mil e quinhentos analistas de crédito e emitiu mais de um milhão de notas de crédito (S&P Global Ratings, 2018).

A história da agência de *rating* Standard & Poor's tem sua origem na década de 1860, quando Henry Varnum Poor publica um guia<sup>4</sup> ao investidor sobre a indústria ferroviária norte americana. Mais tarde, em 1906, é criada a *Standard Statistic Bureau*, com a finalidade de prover informações financeiras sobre as empresas dos Estados Unidos (Marcos, 2014). A Standard & Poor's, atualmente conhecida como S&P Global Ratings, surgiu em 1941 com a fusão entre as companhias Standard Statistics Co. e Poor's Publishing e foi, posteriormente, absorvida, em 1966, pela McGraw-Hill (White, 2010).

As notas de crédito da Standard & Poor's variam de AAA até D, sendo que os *ratings* de AA até CCC possuem sinais de mais ou menos para indicar a posição relativa em relação à categoria superior de creditação. As notas de crédito seguem a seguinte escala<sup>5</sup>:

- AAA – Extremamente capaz de honrar os compromissos financeiros;
- AA – Capacidade forte de honrar os compromissos financeiros;
- A – Capacidade forte de honrar os compromissos financeiros, mas suscetível a condições econômicas adversas;
- BBB – Capacidade adequada de honrar os compromissos financeiros, contudo, ainda mais sujeito a condições econômicas adversas;
- BB – Menos vulnerável no curto prazo, mas apresenta incertezas em relação a condições adversas de negócios, financeiras e econômicas;

---

<sup>4</sup> *History of Railroads and Canals of the United States.*

<sup>5</sup> Deve-se ressaltar que as notas de AAA até BBB gratificam o 'obrigado' com um grau de investimento. Por outro lado, as demais notas atribuem um grau especulativo. As *ratings* seguem a definição oficial, obtida na página da S&P Global

- B – Vulnerável a condições adversas de negócios, financeiras e econômicas, mas que atualmente tem capacidade de honrar os compromissos financeiros;
- CCC – Atualmente, vulnerável e dependente de condições favoráveis de negócios, financeiras e econômicas para honrar os compromissos financeiros;
- CC – Altamente vulnerável, o *default* ainda não ocorreu, mas é esperado que ocorra;
- C – Altamente vulnerável e a recuperação tem menor probabilidade do que *ratings* superiores;
- D – *Default* de pagamento ou quebra de promessa. Também é usada quando é declarada falência ou ocorre ação similar.

Em 1975, a SEC (*Securities and Exchange Commission*) criou as NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*), sendo que três agências foram imediatamente reconhecidas como integrantes desta categoria: Moody's, Standard & Poor's e Fitch. Atualmente, existem dez empresas classificadas como NRSRO<sup>6</sup>. É possível encontrar no site da SEC, relatórios anuais sobre as NRSROs, a partir de 2008 (dados referentes a 26 de junho de 2007 a 25 de junho de 2008). A análise de alguns dados compilados nesses relatórios permite avaliar a evolução da S&P (e de outras companhias) de 2008 a 2017.

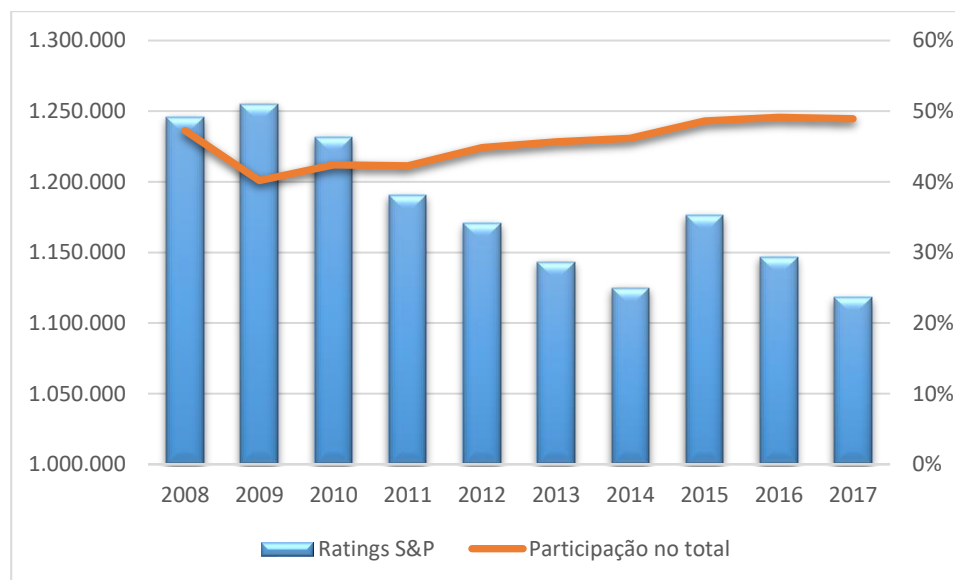
A figura 1, abaixo, ilustra a evolução do número de *ratings* emitidos pela S&P e proporção em relação ao total de *ratings* emitidos pelo resto da indústria. Embora o número de notas de crédito tenha diminuído, em termos absolutos, nota-se que a porcentagem referente ao total emitido pela indústria como um todo vem aumentando gradativamente após uma queda de 7 pontos percentuais, em 2009.

---

<sup>6</sup> A.M. Best Rating Services ("A.M. Best"), Inc; DBRS, Inc. ("DBRS"); Egan-Jones Ratings Company ("EJR"); Fitch Ratings, Inc. ("Fitch"); HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"); Japan Credit Rating Agency, Ltd. ("JCR"); Kroll Bond Rating Agency, Inc. ("KBRA"); Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's"); Morningstar Credit Ratings, LLC ("Morningstar") e S&P Global Ratings ("S&P").

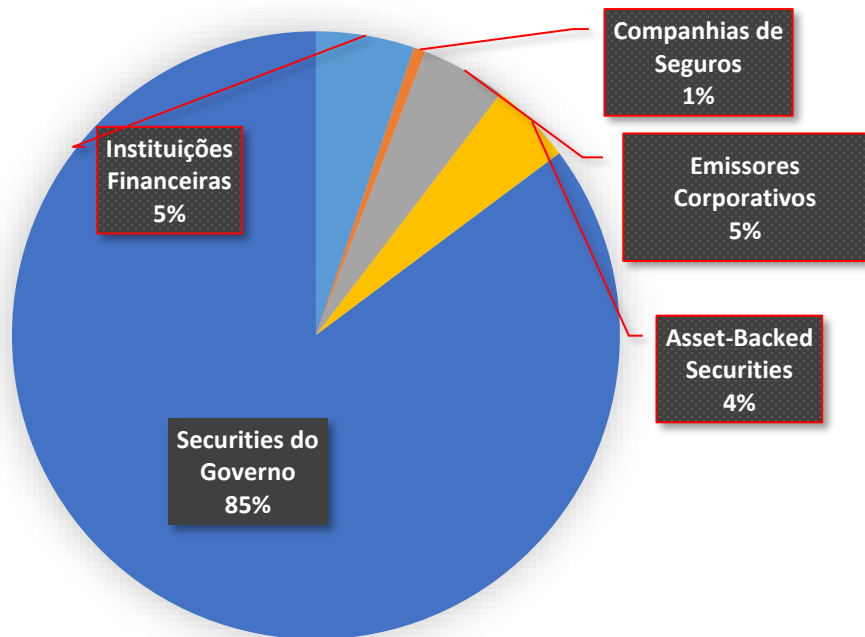


Figura 1 – Notas de crédito emitidas e participação no total



Fonte: Annual Reports on NRSRO (2017)

A figura 2, a seguir, separa as notas de crédito da S&P emitidas em 2016 por categorias. As *Securities* do Governo representam 85% das notas emitidas, isto é, mais de novecentos e cinquenta mil títulos de governo avaliados. A categoria Instituições Financeiras é a segunda com mais avaliações, cerca de cinquenta e oito mil (5%). Logo em seguida, estão as Emissões Corporativas totalizando cinquenta mil (5%). Em quarto lugar, vem a categoria *Asset-Backed Securities* com quarenta e nove mil avaliações (4%). Por último, o menor número de emissões de notas de crédito é direcionado às Companhias de Seguros, com aproximadamente sete mil avaliações (1%).

Figura 2 – *Ratings* emitidos pela S&P por categoria

Fonte: Annual Report on NRSROs (2017)

Conforme demonstrou a figura 2, acima, a participação da S&P no mercado é elevada e continua crescendo. Isso gera uma preocupação em relação ao grau de competitividade da indústria de *ratings*. Para avaliar a competitividade em uma indústria, os relatórios sobre as NRSROs estimam o Índice Herfindahl-Hirschman (IHH). O referido índice varia em uma escala de 0 a 10,000 e se aproxima de zero quando o mercado consiste de um grande número de empresas com tamanho relativo igual (*Annual Report on NRSROs, 2008*).

Ainda, a partir do IHH, é possível estimar o Índice de Herfindahl-Hirschman Inverso, o qual representa o número de firmas com igual *market-share* necessário para replicar o grau de concentração em uma indústria. Para calcular o IHH Inverso, deve-se dividir 10000 pelo IHH. De acordo com o Departamento de Justiça dos Estados Unidos da América, uma indústria com IHH Inverso de menos de 4,0 é considerada altamente concentrada; uma indústria com IHH Inverso entre 4,0 e 6,67

é considerada moderadamente concentrada; e uma indústria com um IHH Inverso acima de 6,67 é considerada não concentrada<sup>7</sup>.

A Tabela 1 ilustra os Índices Herfindahl-Hirschman Inversos por categoria e a sua evolução durante os últimos anos. Como os índices estão abaixo de 4,0, pode-se afirmar que há alta concentração no mercado de *ratings*. Isso não é surpresa, visto que as três principais firmas (Moody's, Fitch and S&P) foram responsáveis por 96,4% das emissões de *ratings* em 2016. Ainda, deve-se ressaltar que, quando se exclui a categoria *Securities* do Governo, o IHH Inverso aumenta devido ao tamanho desproporcional dessa categoria em relação as outras.

Tabela 1 – Índices Herfindahl-Hirschman Inversos

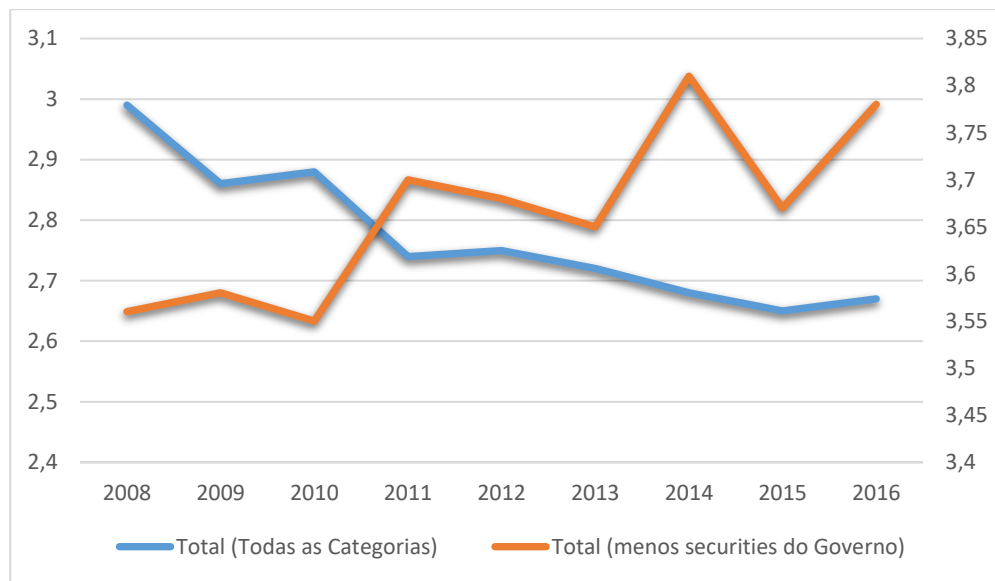
Ano	Instituições Financeiras	Companhias de Seguros	Emissores Corporativos	Asset-Backed Securities	Securities do Governo	Total de Ratings (Todas as Categorias)	Total de Ratings (Menos Securities do Governo)
2008	3,72	4,05	3,79	2,82	2,83	2,99	3,56
2009	3,85	3,84	3,18	3,18	2,65	2,86	3,58
2010	3,99	3,37	3,17	3,2	2,69	2,88	3,55
2011	4,16	3,76	3,02	3,38	2,47	2,74	3,70
2012	4,04	3,72	3,00	3,44	2,5	2,75	3,68
2013	3,99	3,68	3,03	3,48	2,46	2,72	3,65
2014	4,30	3,83	3,35	3,34	2,40	2,68	3,81
2015	3,72	3,82	3,23	3,53	2,40	2,65	3,67
2016	3,75	3,82	3,26	3,68	2,40	2,67	3,78

Fonte: *Annual Report on NRSRO* (2017)

Ainda, observa-se que o IHH Inverso total das cinco categorias diminui gradativamente desde 2008. Por outro lado, quando as *Securities* do Governo são excluídas do cálculo, o IHH Inverso demonstrou que o mercado ficou menos concentrado desde 2008. A figura 3, a seguir, representa essa movimentação.

<sup>7</sup> Ver *Annual Report on NRSRO*, 2017.

Figura 3 – Evolução do IHH Inverso

Fonte: *Annual Report on NRSRO* (2017)

Após a análise da abrangência que as agências de *rating* possuem no mercado americano, é possível perceber que existe um número muito restrito de agências nesse mercado, para além disso, as três principais agências possuem uma representação sem qualquer concorrência, o que traz a questão do conflito de interesse e o estímulo a competitividade entre elas. Em um mercado dominado, não existe grande risco de haver uma ameaça real de perda de clientela.

## 5 Lehman Brothers

### 5.1 Nascimento e Evolução

Fundada em 1844, pelo imigrante alemão Henry Lehman, em Montgomery no estado do Alabama, Lehman começou seus negócios apostando na venda de

mantimentos e utensílios para os produtores de algodão locais. Anos após o início dos negócios, em 1850, os seus irmãos, Emanuel e Mayer, juntaram-se ao irmão no negócio inicialmente criado por Henry, e assim, passaram a chamar a nova união de Lehman Brothers (Gyamfi, 2015).

Após a morte da Henry, a empresa manteve-se com uma gestão interna familiar, situação que se verificou pelos 40 anos que se seguiram.

Rapidamente, a empresa, que inicialmente atendia as necessidades dos produtores de algodão da região, iniciou um processo de negociador de *commodities*, onde se destacou na compra e venda de algodão, obtendo o título de “*King of Cotton*”. Foi nessa época que conheceram o comerciante local John Wesley Durr, que firmou uma curta parceria de negócio com a Lehman Brothers, uma parceria para construção de um depósito de algodão. Essa parceria foi muito benéfica a empresa, pois permitiu que a mesma se envolvesse cada vez mais em negócios maiores e mais rentáveis. E foi em 1858, que a Lehman Brothers inaugurou o seu escritório em Nova Iorque, o coração financeiro dos Estados Unidos. Com essa abertura de uma base de negócios na cidade de Nova Iorque, a empresa conseguiu uma presença maior e mais reconhecida no negócio de *commodities* onde foi o início de um império que iria se tornar um ícone na economia americana (*Harvard Business School*<sup>8</sup>).

Após alguns anos, a Lehman Brothers, tornou-se membro da Bolsa de Nova Iorque, consolidando a empresa na negociação de títulos, para além disso, forneceu uma base para o negócio de subscrição. Em 1925, Robert Lehman, neto de Emanuel Lehman, assumiu o controle da empresa e ficou em operação até o seu falecimento. Foi durante a sua liderança, que a empresa alcançou um grande prestígio como banco de investimento, trabalhando com empresas americanas e internacionais líderes de mercado, expandiu seus negócios em comércio de títulos, consultoria financeira e consultorias voltadas para aquisições, fusões e cisões. A Lehman Brothers foi controlada por membros diretos da família Lehman até 1969,

---

<sup>8</sup> Disponível em: [www.library.hbs.edu/hc/lehman/history.html](http://www.library.hbs.edu/hc/lehman/history.html)

que foi o ano de morte de Robert Lehman, e foi nesse ano que a participação ativa da família Lehman chegou ao fim, sendo que a família se fez presente em grande parte da história da companhia (Wiggins, Piontek, Metrick; 2014).

Após a morte do último familiar a comandar a Lehman Brothers, Robert Lehman, a empresa encontrou uma oportunidade para ter em sua gestão um não familiar, tendo em vista o passado da empresa que cresceu com uma política e gestão comandadas por familiares diretos dos fundadores. A respeito da transição da gestão familiar da companhia, (Greenfield, 2010) expõe que com o passar dos anos, o confronto entre a cultura familiar e a gestão de liderança da empresa, pode ter demonstrado sinais de alerta para outras companhias. Foi quando em 1973, Pete G. Peterson, ex-secretário de comércio dos Estados Unidos, já reformado, e ex-CEO da *Bell and Howell*, o qual foi contratado para solucionar os problemas financeiros pelos quais a empresa vinha enfrentando. Peterson trouxe uma boa rede de contatos para a empresa, que permitiu uma nova fase de crescimento e desenvolvimento, em sua gestão, a empresa tornou-se mais rentável e aumentou suas expansões através de algumas aquisições, intensificou e diversificou suas redes de atuações em três fortes segmentos: banco de investimento, serviço aos clientes, e de negociação nos mercados de capital.

Na década de 1980, houve outra grande revolução no mundo corporativo, a expansão e desenvolvimento de tecnologia, nomeadamente a crescente popularização do computador pessoal e da indústria do entretenimento com a revolução dos vídeos games.

A Lehman, como já havia demonstrado no passado, resolveu investir nesse emergente mercado e buscar o melhor retorno que esse tipo de negócio poderia trazer. Nessa perspectiva, a Lehman investiu em empresas como a *Intel Corporation*, que foi pioneira no seu campo de pesquisa e introduziu no mercado o primeiro microprocessador do mundo, a Intel arrecadou fundos junto a Lehman para

sua expansão no mercado que havia acabado de ser criado, que era o mercado de computadores pessoais (*Harvard Business School*<sup>9</sup>).

Nos anos que se seguiram, a Lehman foi uma companhia muito atenta às mudanças e inovações no mercado, não perdendo boas oportunidades de negócio, expandindo sua área de atuação para atender desde empresas de tecnologia até empresas do setor de saúde, biotecnologia entre outros setores em franca expansão a época.

No ano de 1984, o grande destaque foi a aquisição da Lehman Brothers pela empresa também americana conhecida pelo seu nome American Express, que logo após essa aquisição, também efetuou uma fusão com a corretora de varejo *Shearson*, após essa fusão a empresa obteve a denominação de Shearsons Lehman / American Express (Gyamfi, 2015).

A respeito dessa aquisição, diversos canais da mídia jornalística, emitiram manchetes a respeito, como Cole (1984) pelo The New York times, noticiou que a venda foi efetuada pela importância de 360 milhões de dólares e, em comum acordo entre as partes, foi decidido preservar o nome da Lehman por questões de respeito a toda história e trajetória da empresa que possuía já na altura mais de 134 anos de atividade. Ainda sobre a aquisição, essa fez com que a Shearsons se elevasse do terceiro lugar que ocupava entre as seguradoras, para o segundo lugar, atrás apenas da Merrill Lynch em termos de capital total, possuindo após a negociação o valor de 1,7 bilhões de dólares, sendo que a Merrill possuía na altura o capital de 2 bilhões (Cole, 1984).

Quatro anos se passaram, desde a nova organização societária da Shearsons Lehman / American Express, foi quando em 1988, o mundo financeiro recebeu a notícia de uma nova fusão, a EF Hutton & Co iria se juntar a Shearsons Lehman / American Express, e dessa vez o valor seria muito mais expressivo, um acordo de 1 bilhão de dólares, formando assim a Shearsons Lehman Hutton inc, união essa que encontrou dificuldades em alcançar seus objetivos devido à alta

---

<sup>9</sup> Disponível em: [www.library.hbs.edu/hc/lehman/history.html](http://www.library.hbs.edu/hc/lehman/history.html)

rotatividade de mão de obra na Hutton. Apenas dois anos após essa negociação, a marca Hutton foi abandonada nos negócios da empresa, passando essa para o nome de Shearsons Lehman Brothers (Gaymfi, 2015).

Na sucessão de eventos que se seguiram, ainda segundo Gaymfi (2015), em 1994, a American express começou a romper as operações bancárias e de corretagem, e decidiu vender as operações de negócios bancários e de administração de ativos da Shearson para Primerica, os demais negócios bancários e de investimentos passaram para aquela que após essas mudanças, veio a ser conhecida como Lehman Brothers Holdings Inc.

A Lehman Brother Holding Inc, teve sua *IPO* (Oferta pública inicial) no mesmo ano, e obteve uma capitalização de 3 bilhões de dólares (Wiggins, Piontek, Metrick; 2014).

Após a oferta inicial, a Lehman Brothers Holding, teve a sua presença de mercado cada vez mais alargada e obteve um aumento no número de colaboradores, que saltou de 8.500 para 28.000 (Gaymfi, 2015). Ainda, segundo o mesmo autor, esse aumento foi registado logo no primeiro ano após a oferta pública da companhia. Outro fato interessante foi o registo de aumento do lucro líquido, que por três anos consecutivos, de 2000 a 2002, registou a importância de 1 bilhão de dólares, o que levou a mais uma estratégia de aquisição no ano de 2003, quando adquiriram a Neuberger Berman Inc. em uma negociação de 3,2 bilhões de dólares (Gaymfi, 2015).

Conforme a oferta inicial da Lehman Brothers Holding Inc, a companhia apresentou variações positivas em seu valor de mercado, variações que podemos ver no quadro abaixo:



Figura 4: Lehman Brothers Holding – Valor de Mercado 1994 – 2008 (em \$ bilhões)



Fonte: Wiggins, Piontek, Metrick; (2014)

É possível observar pela Figura 1 que de 1994 a 2007, houve uma evolução significativa no valor de mercado da companhia, saindo do limiar dos 3 bilhões de dólares e alcançando seu maior pico em 2007, nomeadamente em 45 bilhões de dólares. Fica visível ao observar a figura que de 2007 a 2008, houve uma queda muito acentuada de valores, essa variação possui uma explicação, foi o ano do escândalo e quebra da Lehman, escândalo esse que será tratado no subcapítulo seguinte, fazendo assim uma divisão na história da Lehman, desde a criação até o ano de 1994, que foi o divisor de águas. Após passar por diversas transformações, a Lehman Brothers, adquiriu a forma que foi conhecida até o seu colapso.

## 5.2 A queda da Lehman Brothers

Muitos são os fatores que são apontados como causa da falência da Lehman & Brothers, desde más escolhas administrativas e financeiras, a escolhas éticas (Mawutor, 2014). Sendo as causas éticas o foco que este trabalho está a abordar.

Em março de 2016, apesar de ter ciência dos rumores a respeito do mercado imobiliário de títulos, mesmo sabendo que esses títulos haviam atingido um pico elevado no mercado, a Lehman resolveu adotar uma estratégia anticíclica, investir em títulos imobiliários. É possível que essa escolha tenha sido baseada no histórico da própria empresa, que na década de 80 já havia optado por uma estratégia similar que surtiu efeito na altura (Wiggins, Piontek, Metrick, 2014). Ainda segundo os mesmos autores, essa nova estratégia adotada pela Lehman, fez com que a companhia adquirisse ativos para retê-los, e assim criou investimentos para si própria, com o intuito de obter retorno com esses investimentos, e tendo em vista aumento de valor sobre esses mesmos ativos. Decisão essa que aumentava os riscos para a empresa, pois haveria a possibilidade de não ser possível efetuar um bom negócio no futuro.

O estudo de Gaymfi (2015) complementa o relato anterior, quando cita os motivos que levaram ao colapso da Lehman, entre os motivos, Gaymfi cita que a independência da empresa no mercado de Hipotecas *subprimes* teria sido apontada como a causa central da queda da companhia (Gaymfi, 2015 apud Ferrell et al, 2009).

Não somente a Lehman Brothers foi o único banco a aproveitar o *boom* imobiliário, diversos outros bancos também apostaram em estratégias similares de participação nesse mercado que ao mesmo tempo que trazia insegurança, prometia retornos elevados para essas instituições, retornos esses que justificavam a exposição ao risco. (Gaymfi, 2015).

Sobre o fracasso da Lehman, também é colocada em discussão o uso excessivo de derivativos por parte da Lehman, nomeadamente os CDOs (*Collateralized Debt Obligations*), CDS (*Credit Default Swap*) e MBS (*Mortgage-Backed Securities*), falha das agências de classificação de crédito, estratégia de negócios da empresa e fraudes por parte da empresa (Latifi, 2012).

Segundo (Siskos, 2014, pp.3), a pressão exercida nos tomadores de crédito que não possuíam uma classificação satisfatória foi muito grande, o que foi considerado uma atitude desastrosa por parte da Lehman. Ficou ainda mais evidente, após a crise financeira, que essa atitude trouxe danos a companhia, aliado a outros fatores, como o risco de gerenciamento de ativos, problemas gerenciais e baixos padrões éticos.

Pode-se dizer que a Lehman Brothers fracassou em grande parte por causa dos seus investimentos maciços em títulos lastreados em hipotecas *subprimes*, que foram evidentemente mal classificados como seguros para investimento, por empresas de classificação de risco, tais como S&P, Moodys e Fitch. Em 2010, o jornal americano The New York Times, informou que a Lehman havia manipulado seus balanços patrimoniais de forma secreta, através de uma pequena subsidiária (*alter ego*) , algum tempo depois, o procurador geral da cidade de Nova Iorque, Andrew Cuomo, entrou com uma ação contra Ernst e Whitney, contabilistas da Lehman Brothers, acusando-os de terem “assistido parcialmente uma fraude contábilística” (Wolf, 2011).

A subsidiária que o The New York Times revelou foi a Hudson Castle, a Lehman utilizou-se dessa subsidiária para transferir algumas transações e ativos das demonstrações financeiras da Lehman, para que fosse possível “maquiar” o risco no qual a Lehman estava exposta. Enquanto o Hudson Castle demonstrava ainda que de forma errônea, ser um negócio independente da Lehman, foi comprovado que durante anos, ela esteve altamente envolvida com a Lehman, sendo o seu conselho controlado pela Lehman, que possuía 25% da empresa. Além disso, usufruíam de ex funcionários da Lehman Brothers (Story e Dash, 2010).

Ainda, segundo o Jornal americano, grande parte das transações realizadas foram legais, entretanto, certas transações cruzaram a linha que separa a legalidade da fraude, de acordo com o relato de falência da Lehman elaborado pelo banco. Nesse relatório, o Hudson Castle, não foi mencionado, sendo que esse relatório concluiu que parte da contabilidade da Lehman era “materialmente enganosa”,

entretanto, o Hudson Castle, deveria ser mencionado como parte da operação contabilística da Lehman Brothers (Story e Dash, 2010).

### 5.3 Fraude Contabilística

Como parte importante da queda da Lehman, as manipulações contabilísticas foram um dos fatores que contribuíram para o declínio da companhia. Com vistas em entregar uma visão mais atraente aos investidores, a Lehman optou por uma manobra contabilística que ficou conhecida como *Repo 105*.

O *Repo 105*, conhecido como uma operação de recompra, tem sido utilizado como um meio de gestão das necessidades de caixa no curto prazo. No caso Lehman, essas operações foram projetadas de uma maneira diferente, foi concebida para demonstrar um balanço mais saudável que a realidade na qual deveria refletir (Jeffers, 2011).

As transações de recompra, geralmente envolvem um banco de investimento que efetua uma operação de “venda”, trocando títulos de alta liquidez por valores monetários. Entretanto, com o valor recebido por essa transação, a empresa paga suas dívidas e demonstra uma redução na sua alavancagem financeira, pagando ainda que momentaneamente o passivo adquirido, essa operação é contabilizada como empréstimo com garantia. Caso o banco fosse incapaz de efetuar a recompra do título, o credor venderia o mesmo e obteria o dinheiro, cabendo a empresa que concedeu o título, efetuar a recompra, acrescendo-se de um adicional de juros que geralmente ronda os 2%, finalizando a operação contabilística como um acordo de financiamento (Jeffers, 2011).

Um exemplo das operações utilizadas pela Lehman pode ser demonstrado através da operação citada por (Latifi, 2012 apud Wilchins et al, 2010), onde descreveram como o esquema do Repo 105 funcionava: Um título soberano de

outro banco seria comprado pela Lehman, utilizando-se das suas formas de financiamento especiais nos Estados Unidos. Sendo essa operação realizada antes do fim do quarto trimestre, esse título seria transferido para a Europa em uma filial em Londres, também conhecida pelo nome de Lehman Brothers Internacional. Essa operação seria feita dentro do âmbito da Repo 105, a filial de Londres daria ao título a securitização e em contrapartida, a Lehman receberia o dinheiro referente ao título, concordando com a recompra dos títulos à uma taxa de 5%. O valor recebido na operação, seria utilizado para pagar boa parte do passivo da Lehman para que, assim, a companhia pudesse exibir uma demonstração trimestral mais “atrativa” para os seus utentes, em consequência de um índice melhor em sua alavancagem. Ainda, sobre a forma que o Repo 105 foi utilizado pela Lehman, (Jeffers, 2011, p.46) referência que, a Lehman utilizou-se de uma operação contabilística agressiva e fraudulenta, pois seu intuito era remover os títulos e os passivos que davam uma imagem real da situação financeira da Lehman, assim em seus reportes trimestrais, a imagem contabilística que era demonstrada não demonstrava a realidade da situação em que a empresa encontrava-se de fato, sendo o ponto principal de sua contabilização dar-se como venda e não como empréstimos.

A Lehman demonstrou-se com um grave problema de solvência, sendo necessário recorrer à gestão de resultados de forma fraudulenta, o intuito principal era reportar aos utentes das demonstrações financeiras, a imagem mais favorável possível, para que assim, pudessem creditar-se no mercado financeiro. Sobre a solvência, o relatório americano sobre a crise financeira, em sua seção sobre a Lehman Brothers, coloca como plano inicial a solvência da companhia, onde falam a respeito da própria saúde financeira da Lehman. A solvência deve ser um conceito simples, se seus ativos valerem mais que a suas responsabilidades, existe a solvência, caso contrário, o risco de falência é muito elevado (FCIC, 2011).

Com essa operação no Repo 105, a Lehman entregou aos utentes das suas demonstrações financeiras, uma imagem falsa da sua realidade financeira, porém mais atrativa para poder convencer o mercado que suas operações estavam

saudáveis e que a empresa estaria apta de receber financiamentos externos, por meio de acionistas ou empréstimos bancários.

Portanto, as transações do Repo 105 são consideradas materialmente relevantes, sendo necessária a sua divulgação nas notas do anexo da Lehman à altura, situação que não foi verificada. Além disso, os termos dessas transferências deveriam estar claramente declarados nas notas anexas, no que diz respeito aos direitos, juros e obrigações de vendas. No entanto, a Lehman não divulgou nenhuma informação sobre a venda dos seus recebíveis e outros ativos envolvidos nessas transações (Jeffers, 2011).

Com a falha detectada na Lehman, no que diz respeito a divulgar corretamente as informações da Repo 105, e em adjunto da crise financeira, impulsionou que o FASB (Financial Accounting Standards Boards) aumentasse significativamente as exigências a respeito da quantidade de divulgações necessárias para as operações de venda ou transferências de recebíveis, especialmente nos casos que o cedente suporta os riscos do acordo. Também, foi exigida da empresa transferidora, a obrigação de divulgar informações a respeito da qualidade desses ativos transacionados, a exemplo disso, o montante das contas a receber vencidas e as perdas de crédito ocorridas durante o período de divulgação das demonstrações. Dessa forma, as demonstrações financeiras devem conter essas informações de maneira a informar aos utentes de forma clara e objetiva, a natureza, as quantias e os riscos envolvidos nessas transferências (Spiceland, 2011; Jeffers, 2011, P.52).

Utilizando-se do Repo 105, a Lehman conseguiu retirar das suas demonstrações financeiras, cerca de 50 milhões de dólares em obrigações, reduzindo seu nível de endividamento líquido em 2008 (Latifi, 2012).

Após a descoberta da fraude por parte da Lehman, o CEO da companhia, Richard S. Fuld Jr declarou assumir a responsabilidade por suas decisões, mas que elas foram feitas com base nas informações que possuía na altura. Insinuando, portanto, que apesar das demonstrações financeiras serem manipuladas, ele não esteve envolvido em nenhum erro com relação às suas transações. Entretanto, a

não divulgação de um fato relevante é uma possível fraude, e não justifica a violação das disposições antifraude do SEC de 1933 e 1934, devido a omissão de fatos relevantes e ou de declarações errôneas (Jeffers, 2011).

Apesar dos equívocos na gestão da Lehman, Fuld recebeu uma proposta de um grande investidor que estaria interessado em comprar ações da Lehman, ações preferenciais que dariam retorno de aproximadamente 9% de dividendos, as quais poderiam ser convertidas em ações ordinárias com valor de mercado em torno de 40,30 dólares cada. A oferta foi feita na importância de três bilhões de dólares, e oferecida por um dos maiores investidores da América, Warren Buffett, entretanto, a oferta foi recusada, mesmo tendo a Lehman uma grande necessidade de injeção de capital. Essa oferta poderia até mesmo ter mudado o desfecho da história da Lehman, que poderia ter continuado em atividade tendo em vista o valor recebido em caixa, fora a importância de ter um grande investidor como Buffet entre os sócios da companhia, poderia trazer uma credibilidade que a Lehman necessitava, e que todavia, não veio a ser concretizada (Ritholtz, 2017).

#### **5.4 Conflitos Éticos**

As questões éticas estão intimamente ligadas as atitudes adotadas pelos gestores das empresas, tais como a Lehman Brothers e outras companhias de *Wall Street*, em uma pesquisa realizada a respeito da moralidade dos agentes de *Wall Street* na América em 2011, foi possível obter a informação que apenas 26% dos americanos, acreditam que os trabalhadores de *Wall Street* são tão honestos e morais como as outras pessoas, esse percentual representou uma baixa histórica em relação a outra pesquisa de opinião no ano de 1997, onde 51% dos entrevistados acreditavam na honestidade dos trabalhadores do centro financeiro americano. Na mesma pesquisa, foi possível observar que 67% dos americanos acreditavam que, em *Wall Street*, a maior parte das pessoas estariam dispostas a

infrigir a lei, caso essa transgressão resultasse em um grande retorno financeiro (Santoro & Strauss, 2012, p.16).

Essa visão, em grande parte é apoiada pelos escândalos nos quais as maiores instituições americanas estiveram envolvidas, sendo que dessas, resultam a quebra da confiança por parte da sociedade.

A ética envolvida nos empréstimos dos *subprimes*, pode ser analisada quando se observa a cadeia que envolve o processo. Antigamente, as hipotecas eram obtidas nos pequenos bancos locais que, não muito raramente, conheciam as pessoas que procuravam obter hipotecas, dessa forma, o banco à altura escolhia os seus clientes mediante a possibilidade de pagamento do mesmo. No entanto, essa situação evoluiu. Os corretores de hipotecas eram pagos para conseguir garantir hipotecas em grandes quantidades, não tendo o crivo ético da qualidade desses papéis, uma vez que, após a aprovação das hipotecas, o corretor é pago e já não precisava se preocupar com o restante do ciclo desses títulos, obtendo para si o retorno de seu esforço e satisfação de suas necessidades intrínsecas, porém, sem refletir sobre o quão honesto estaria sendo a sua postura. Na outra parte do processo estavam os bancos, esses aprovavam as hipotecas depois de supostamente haver verificado os pedidos. Esses bancos não tinham a intenção de manter esses títulos em seu balanço, eles buscavam uma alavancagem com os mesmos, tentando repassá-los o mais rápido possível. Sendo que os receptores desses títulos muitas vezes não conheciam a realidade dos títulos adquiridos. Levanta-se a questão sobre os bancos, seria possível que esses não se importaram com a possibilidade de pagamento das pessoas que adquiriram as hipotecas inicialmente? Além disso, se os investidores finais desses títulos iriam ter problemas futuros com a posse desses títulos? Como resposta a essas questões, pode-se concluir que é pouco provável, uma vez que esses bancos tentaram cada vez mais adquirir outros bancos de empréstimos *subprimes*, para poder aumentar a participação nesse mercado que por suas nuances demonstrou-se deveras antiético (Curtis, 2008, p.2).



Conforme a conclusão de Jeffers (2011), a Lehman também esteve envolvida em um conflito ético quando observada a forma como os Repo 105 foram conduzidos, o uso dessa prática contabilística, permitiu a ocultação de certos ativos e passivos dos usuários das demonstrações financeiras da Lehman, assim demonstrando uma imagem favorável das contas da companhia. Esse relatório constituiu um grave conflito de interesse e de violações da conduta ética nos negócios.

O comportamento ético não se trata apenas de cumprir a lei, indivíduos e organizações podem cumprir a lei e ainda assim podem agir de forma antiética (Dutta, et al., 2010, pág.29).

A respeito do código de ética que a Lehman utilizava à altura, (Stevens & Buechler, 2013), concluem em seu estudo que o código que era utilizado pela Lehman era genérico e comum, havendo nele poucos aspectos de originalidade, carecia de conceitos orientadores que pudessem apoiar aos utentes em uma possível crise. O código não possuía os valores éticos únicos da instituição e os comportamentos esperados pelos seus colaboradores. Havia menções de comportamentos que violassem a lei tais como o *Insider trading* (Informação privilegiada), ou comportamentos que viessem a prejudicar a companhia, entretanto, não discutia a cultura ética da empresa.

O código de ética deve vir dos quadros superiores da diretoria e da alta gestão da companhia, para dar credibilidade e reforçar o sistema de controles internos. A gestão interna da Lehman não conseguiu realizar essa ação, uma vez que os seus gestores tiveram a intenção de apresentar índices de alavancagem que não condiziam com a realidade da empresa, e para tal, arquitetou uma maneira de fazê-lo com certa discrição, demonstrando que não havia uma forte apreciação com as considerações éticas desse ato (Dutta, et al., 2010, pág.29).

## 6 Conclusão

Este trabalho teve como objetivo analisar se houve, ou não, falhas éticas na crise econômica de 2008. Para melhor compreender essa temática, utilizou-se uma análise dos escândalos ocorridos durante a crise, com especial destaque para o caso Lehman Brothers e o papel das agências de *rating*. Para além disso, foram expostos, ainda que de maneira superficial, os escândalos em outras empresas de destaque no mercado financeiro global.

Pelo que foi exposto, verificou-se que, sim, houve falhas éticas nas empresas que estavam no centro da crise financeira que abalou o mundo em 2008. Há de salientar que a pressão para atingir objetivos demasiadamente ambiciosos, aliada à vontade intrínseca dos gestores em alcançar suas bonificações monetárias são fatores que colaboram para falhas éticas.

Sendo assim, pontua-se alguns pontos de reflexão sobre o estudo realizado:

- As agências de *rating* possuem um conflito de interesse que incide sobre o modelo de negócio praticado nos mercados de *rating*, uma vez que os seus clientes são aqueles que possuem o maior interesse em receber uma análise de crédito sempre boa o suficiente para fazer frente aos objetivos da gestão de topo das empresas. Muitas vezes essa relação de negócio pode trazer distorções para as análises que são vendidas pelas agências de *rating*, tal como no caso Lehman Brothers que recebeu uma classificação “A” em uma escala S&P, que a colocaria muito melhor do que a realidade que veio a ser exposta no dia seguinte. Esse fator, aliado com a presença de mercado que a agência possui, um mercado que como foi demonstrado no estudo, é dominado predominantemente pelas três maiores agências de *rating*, sendo Moodys, Fitch e S&P responsáveis por um oligopólio nessa área de atuação. Com uma baixa competitividade por parte dos seus concorrentes e pelo modelo já instaurado, é consideravelmente alta a possibilidade de desvios éticos por parte dessas empresas, pois o conflito de interesse é muito grande,

o que contribui para práticas antiéticas como demonstrado por (Kish-Gephart et al. 2010).

- A Lehman Brothers, foi um caso onde diversas falhas éticas foram colocadas em questão. A Lehman participou de uma fraude contabilística, que impulsionou suas contas de forma que elas fossem apresentadas como mais “atraentes” para os utentes dessas demonstrações. Criou um esquema com subsidiárias, tendo como interesses a manipulação da situação financeira da empresa. Falhou na ética empresarial quando se aproveitou dessas manobras contabilísticas, imputou aos agentes externos uma imagem irreal da sua própria situação. E com isso, buscou ter para ela mesma todas as benéficas possíveis, sem levar em conta a sociedade que estava a sua volta, pensando sempre nos retornos financeiros que a empresa poderia obter, para além dos retornos pessoais dos gestores da própria Lehman, que conseguiram se beneficiar financeiramente nessa situação. A compra e venda de títulos de hipotecas *subprimes* foram exacerbadas. Essas operações foram realizadas com o conhecimento dos gestores, esses gestores sabiam da qualidade dos títulos que estavam transacionando, porém, a busca pelo lucro falou mais alto do que os valores éticos que deveriam estar envolvidos no processo.

Os códigos de ética que deveriam ser uma ferramenta de apoio e orientação dos valores que a empresa pretende difundir em seus negócios, não foram fortes o suficiente para transparecer a verdadeira imagem que deveriam refletir, ou seja, que deveriam agir de maneira ética. Os códigos de ética devem vir dos quadros superiores da diretoria e da alta gestão da companhia, para dar credibilidade e reforçar o sistema de controles internos.

❖ Limitações do estudo.

O presente estudo possui como limitação a capacidade de mensuração do nível ético das empresas. Partindo do princípio de que as empresas em via de regra sempre tentarão demonstrar a melhor imagem sobre si mesmas, seria muito pouco

provável que uma empresa fornecesse dados a respeito de atitudes antiéticas que a mesma poderia estar cometendo. Pois, geralmente, as atitudes tidas como antiéticas muitas vezes também englobam atitudes não aceitas no mundo dos negócios. Tornando a percepção dessas atitudes algo mais complicado, sendo essas, averiguadas após algum escândalo que tragam à tona essas atitudes. A dependência por informações quantitativas, também limitam a possibilidade de uma análise mais robusta.

#### ❖ Pesquisa Futura

Vale destacar como pesquisa futura, a possibilidade de uma pesquisa mais aprofundada, com uso de inquéritos para dar maior margem de análise a respeito da percepção que os gestores possuem dos níveis éticos de suas empresas. Além disso, qual foi a melhora na percepção ética que foi alcançada após os 10 anos de crise? Houve melhora nos controles internos? Na formação ética dos gestores? O mercado está mais apreensivo no que diz respeito a responsabilidade ética de suas ações para com a sociedade?

## Referências Bibliográficas

Almeida, H. Reis, A. Lima, J. Marsh, A. (2014), *The Fall of the House of Espírito Santo*, Bloomberg Businessweek, 4390, pp. 39-40

Bauwhede, H. Willekens, M. (2008). *Disclosure on Corporate Governance in the European Union*. Corporate Governance: An International Review, 2, p. 101.

Cadsby, C. Fei, S. Tapon, F. (2007). *Sorting Incentive Effects of Pay for Performance: An Experimental Investigation*. Academy Of Management Journal, 50, 2, pp. 387-405.

Cernușca, L. (2011). *Ethics in Accounting: The Consequences of the Enron Scandal*. Agricultural Management / Lucrari Stiintifice Seria I, Management Agricol, 13, 3, pp. 35-42.

Cole, R. (1984). *SHEARSON TO PAY \$360 MILLION TO ACQUIRE LEHMAN BROTHERS*. The New York Times, <https://www.nytimes.com/1984/04/11/business/shearson-to-pay-360-million-to-acquire-lehman-brothers.html> , 25 de Outubro de 2018.

Curtis G. (2008). *White Paper No. 44 – The Financial Crisis and the Collapse of Ethical Behavior*. Greycourt & Co., Inc. [www.Greycourt.com](http://www.Greycourt.com).

Das Gupta, A. (2010). *Ethics, Business And Society: Managing Responsibly*, Los Angeles: Sage Publications Pvt. Ltd, eBook Academic Collection Trial.

Dutta, S. et al. (2010). *Lehman's Shell Game: Poor Risk Management*. Strategic Finance, 23-29.

Euromoney, (2014). *Downfall of a dynasty: The last days of Ricardo Salgado and Banco Espirito Santo*, <https://www.euromoney.com/article/b12kl06cfjv6n2/downfall-of-a-dynasty-the-last-days-of-ricardo-salgado-and-banco-esprito-santo?copyrightInfo=true> , 09 de Dezembro de 2017.

FICC. (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*. Official Government Edition, <https://fcic.law.stanford.edu/>

Flandreau, M. et all (2009). *Ratings Performance, Regulation and the Great Depression: Lessons from Foreign Government Securities*. Centre for Economic Policy Research, [www.cepr.org/pubs/dps/DP7328.asp](http://www.cepr.org/pubs/dps/DP7328.asp).

Greenfield, H. (2010). *The Decline of The Best: An Insider's Lessons From Lehman Brothers*. Executive Forum, 30-36.

Gyamfi, M. (2015). *THE ANALYSIS OF THE COLLAPSE OF LEHMAN BROTHERS*.

Harrison, M. (2005) *An Introduction To Business And Management Ethics*. Houndmills, Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan.

Investopedia. (2018). *Standard & Poor's - S&P: What is 'Standard & Poor's - S&P*. <https://www.investopedia.com/terms/s/sp.asp> , 01 de Outubro de 2018.

Jeffers, A. (2011). *How Lehman Brothers Used Repo 105 to Manipulate Their Financial Statements*. Journal of Leadership, Accountability and Ethics, 8, 5, 44-55.

Kish-Gephart, J. J., Harrison, D. A., & Trevino, L. K. (2010). *Bad apples, bad cases, and bad barrels: Meta-analytic evidence about sources of unethical decisions at work*. Journal of Applied Psychology, 95, 1, pp. 1–31.

Koehn, D. (2005). *Transforming Our Students: Teaching Business Ethics Post-Enron*. Business Ethics Quarterly, 1, p. 137.

Latifi, P. (2012). *Lehman Brothers' rise and fall: From hero to dust*, Epoka University, Albania.

Library.hbs.edu. (2018). *History of Lehman Brothers - Lehman Brothers Collection – Baker Library | Bloomberg Center, Historical Collections*. [online] Available at: <https://www.library.hbs.edu/hc/lehman/history.html>, 15 de Outubro de 2018.

Marcos, J. (2014). *AGÊNCIA DE RATING, SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL E O CASO DO RISCO SOBERANO DO BRASIL DE 2002 A 2013*. Florianópolis.

Mawutor, J. (2014). *The Failure of Lehman Brothers: Causes, Preventive Measures and Recommendations*, Research Journal of Finance and Accounting, 5, 4, 85-91.

Melis, A. (2005). *Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian Case?* Corporate Governance: An International Review, 13, 4, pp. 478-488.

Mercier, S. (2005). *Ética nas Empresas*, s.l. Edições Afrontamento.

Moura, A. (2012). *A dissipação dos valores éticos na crise financeira global*, Gv-executivo, Vol. 11, nº 1, p. 50.

Pluchart, J. (2005). *L'éthique des affaires : portée et limites de l'approche fonctionnaliste: L'étude du cas Enron*, *Revue Des Sciences De Gestion*, 216, pp. 17-32.

Ritholtz, B. (2017). *Don't Forget Dick Fuld's Record at Lehman*. Bloomberg opinion, <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2017-11-08/don-t-forget-dick-fuld-s-record-at-lehman> 26 de Outubro de 2018.

Ronald R., S., & Edward L. Felton, J. (2006). *Designing and Delivering Business Ethics Teaching and Learning*. *Journal Of Business Ethics*, 3, p. 297.

Santoro, M. A. & Strauss, R. J. (2012) "A Financial, Governmental, and Moral Crisis," *In Wall Street Values: Business Ethics and the Global Financial Crisis*, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 16

Schoen, E. (2016). *The 2007–2009 Financial Crisis: An Erosion of Ethics: A Case Study*.

S&P Global Rating, [https://www.spratings.com/en\\_US/what-we-do](https://www.spratings.com/en_US/what-we-do) , 02 de Setembro de 2018.

Sicsú, J. (2009). *Para além das políticas de resgate*, *Revista de Economia Política*, 29, 1, pp. 144-145.

Siskos, D. (2014). *What Caused the Tsunami of Recession to Financial Markets During the Period 2007-2008?* [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2994738](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2994738), pp. 3.

Soltani, B, & Maupetit, C. (2015). *Importance of core values of ethics, integrity and accountability in the European corporate governance codes'*. *Journal Of Management & Governance*, 19, 2, pp. 259-284.

Story, L. & Dash, E. (2010). *Lehman Channeled Risks Through 'Alter Ego' Firm*, *The New York Times*, <https://www.nytimes.com/2010/04/13/business/13lehman.html> , 26 de Outubro de 2018.

Stevens, B. & Buechler, S. (2013). *An Analysis of the Lehman Brothers Code of Ethics and the Role It Played in the Firm*. *Journal of Leadership, Accountability and Ethics*, 10, 43-57.

Trevino, L. K., G. R. Weaver and S. J. Reynolds (2006). *Behavioral Ethics in Organizations: A Review*, *Journal of Management*, 32, pp. 951–990

U.S Securities and exchange commission (2017). *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*.

U.S Securities and exchange commission (2008). *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*.

Vallance, E. (1995). *Business ethics at work*. s.l., Cambridge University Press.

Viorica, S. (2012). *The actual collapse and the importance of moral values (ethics); some reflections regarding the roots of the current crisis*, *procedia – Social and Behavioral sciences*, 58, pp. 1057-1063.

White, L. (2009). *The Credit Rating Agencies and The Subprime Debacle*, *Critical Review*, 21:2-3, 389-399.

White, L. (2010). *The Credit Rating Agencies*, *Journal of economic perspective*, 24, 2, pp. 211-216.

Wiggins, Z. & Thomas, P. & Andrew, M. (2014) *The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview*. Yale Program on Financial Stability Case Study

Wolf, R. (2011). *Lehman Brothers: Financially and morally bankrupt*, *The Guardian*, <https://www.theguardian.com/commentisfree/cifamerica/2011/dec/12/lehman-brothers-bankrupt> , 26 de Outubro de 2018.

Yves, F. (2005). *The Reasons behind Non-Ethical Behaviour in Business and Entrepreneurship*. *Journal Of Business Ethics*, 3, p. 265.